

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

恒润股份(603985)

投资评级

上次评级

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

减持提前中止，定增产能推进提振股东信心

2022年10月11日

事件: 2022年10月1日，公司股东佳润国际及智拓集团提前中止本次减持计划，减持前佳润国际及智拓集团的持股比例分别为2.73%和1.16%。

点评:

- **减持计划提前中止，彰显强劲信心。**2022年6月22日，公司披露股东减持计划，其中公司股东佳润国际拟通过集中竞价方式减持持有的公司股份数量不超过公司总股本的2.00%；通过大宗交易减持不超过公司总股本的2.73%。智拓集团拟通过大宗交易方式减持持有的公司股份数量不超过公司总股本的1.16%。2022年7月15日至7月18日，佳润国际通过集中竞价交易累计减持公司股票1,372,240股，减持总金额为0.49亿元；未通过大宗交易减持。截至2022年9月30日，智拓集团未通过大宗交易减持公司股份。二者均决定提前终止本次减持计划，表现了股东对公司前景充满信心，并将携手公司共同发展。
- **疫情影响致收入短期承压，Q2环比修复静待企稳。**2022年H1，公司实现营业收入8.11亿元，同比下降31.92%；实现归母净利润0.43亿元，同比下降82.52%。公司收入下降主要系受风电行业影响，风电场开工审慎，公司风电塔筒法兰产品订单减少；风电塔筒法兰价格下降，导致风电塔筒法兰毛利率由39.68%下降至11.09%。公司盈利能力已在Q2有所修复，2022年Q2，公司毛利率11.87%，环比增长0.46pct；净利率6.8%，环比增长3.4pct；费控能力亦有所提升，2022年H1，销售费用率、财务费用率与管理费用率同比分别减少0.14/1.51/0.34pct。据水电水利规划设计总院预测，2022年我国风电新增并网56GW以上，而截至6月底，新增装机容量为12.94GW，下半年或将迎来风电装机“高峰期”。我们预计随着下游风电行业装机企稳，公司业绩将在下半年得到修复。
- **海风吹又生，大兆瓦产能推进巩固竞争优势。**公司是目前全球较少能制造7.0MW及以上海上风电塔筒法兰的企业之一，与维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒、阿尔斯通以及泰胜风能、天顺风能、上海电气、金风科技、明阳智能等国内外知名风电设备企业缔结良好的合作关系。公司募投3.6亿元建设的“年产5万吨12MW海风锻件项目”有望在2023年底达产，同时公司积极布局大型风机系列产品。我们预计在产品与产能的双重优势下，公司将充分受益海风装机爆发，助推业绩长期增长。
- **定增布局轴承、齿轮环节，打造第二增长极。**公司2021年定增募投“年产4,000套大型风电轴承生产线项目”及“年产10万吨齿轮深加工项目”，利用现有产业及成本优势，向锻件产业链下游高附加值产品延伸。同时，公司拟以自有风电轴承制造技术为基础，融合国外相关先进技术，进行3MW-8MW风电轴承为主的产品研发与试生产。我们预计公司新增业务将依托原有优质客户渠道及技术优势并充分受益风电行业发展

及行业国产化率提升，为公司打开第二增长极。

- **盈利预测与投资评级:** 受益于公司产能建设不断推进及风电装机的持续增长，我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 28.58、43.01、54.94 亿元，同比增长 24.6%、50.5%、27.7%；归母净利润分别是 4.10、6.60、8.80 亿元，同比增长-7.1%、60.9%和 33.3%；截至 10 月 10 日市值对应 22-24 年 PE 为 25.62x、15.93x、11.95x。
- **风险因素:** 宏观经济波动风险、下游新能源设备业务拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,385	2,293	2,858	4,301	5,494
增长率 YoY %	66.6%	-3.8%	24.6%	50.5%	27.7%
归属母公司净利润 (百万元)	463	442	410	660	880
增长率 YoY%	458.5%	-4.6%	-7.1%	60.9%	33.3%
毛利率%	30.0%	24.3%	19.8%	22.7%	22.6%
净资产收益率ROE%	30.4%	13.2%	11.1%	15.5%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.05	1.00	0.93	1.50	2.00
市盈率 P/E(倍)	22.71	23.80	25.62	15.93	11.95
市净率 P/B(倍)	6.91	3.15	2.83	2.47	2.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 10 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,514	2,779	3,102	3,472	4,666
货币资金	295	791	843	1,002	1,923
应收票据	2	3	8	4	12
应收账款	329	362	480	596	778
预付账款	25	24	37	50	64
存货	534	405	649	828	1,032
其他	328	1,194	1,085	992	858
非流动资产	1,174	1,114	1,516	1,893	1,711
长期股权投资	332	74	98	131	64
固定资产 (合计)	572	464	658	894	1,015
无形资产	84	78	76	72	68
其他	186	498	684	795	564
资产总计	2,688	3,893	4,618	5,365	6,377
流动负债	1,037	535	892	1,093	1,397
短期借款	499	0	80	28	8
应付票据	100	273	237	416	481
应付账款	158	174	341	320	551
其他	280	88	233	329	357
非流动负债	105	20	20	20	20
长期借款	50	0	0	0	0
其他	55	20	20	20	20
负债合计	1,142	555	912	1,114	1,417
少数股东权益	24	0	-8	-15	-23
归属母公司 股东权益	1,522	3,337	3,714	4,266	4,983
负债和股东 权益	2,688	3,893	4,618	5,365	6,377

重要财务指标	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,385	2,293	2,858	4,301	5,494
同比 (%)	66.6%	-3.8%	24.6%	50.5%	27.7%
归属母公司净利润	463	442	410	660	880
同比 (%)	458.5%	-4.6%	-7.1%	60.9%	33.3%
毛利率 (%)	30.0%	24.3%	19.8%	22.7%	22.6%
ROE%	30.4%	13.2%	11.1%	15.5%	17.7%
EPS (摊薄)(元)	1.05	1.00	0.93	1.50	2.00
P/E	22.71	23.80	25.62	15.93	11.95
P/B	6.91	3.15	2.83	2.47	2.11
EV/EBITDA	11.90	41.78	24.10	13.46	9.40

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,385	2,293	2,858	4,301	5,494
营业成本	1,669	1,736	2,292	3,326	4,250
营业税金及附加	13	15	14	22	27
销售费用	13	12	14	22	27
管理费用	66	80	86	129	148
研发费用	99	88	111	168	192
财务费用	26	29	-11	-11	-14
减值损失合计	-20	1	-29	-65	-82
投资净收益	-8	178	114	151	220
其他	80	-2	31	45	61
营业利润	551	510	467	777	1,062
营业外收支	-1	1	1	1	1
利润总额	550	511	468	778	1,063
所得税	93	71	66	125	191
净利润	457	440	402	654	872
少数股东损益	-6	-2	-8	-7	-9
归属母公司净利润	463	442	410	660	880
EBITDA	589	415	405	709	916
EPS (当年)(元)	1.63	1.56	0.93	1.50	2.00

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	242	326	108	367	508
净利润	457	440	402	654	872
折旧摊销	62	58	58	63	50
财务费用	24	26	1	2	1
投资损失	8	-178	-114	-151	-220
营运资金变动	-267	-12	-244	-230	-231
其它	-41	-8	4	29	37
投资活动现金流	-411	-778	-101	-45	596
资本支出	-57	-335	-434	-406	66
长期投资	-365	-457	196	176	266
其他	10	14	138	185	264
筹资活动现金流	146	866	45	-162	-183
吸收投资	0	1,454	0	0	0
借款	581	414	80	-52	-20
支付利息或股息	-102	-106	-35	-110	-163
现金流净增加额	-27	404	51	159	920

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。